



大公国际：日本加息至 0.75%释放的信号与市场展望

技术研究部 涂文婕

2025 年 12 月 24 日

摘要：日本央行于 2025 年 12 月 19 日宣布将政策利率上调 25 个基点至 0.75%，本次加息旨在应对今年持续高于 2%目标的通胀压力及日元贬值带来的输入性通胀风险。市场对此反应整体较为平稳，日经指数不跌反升，显示加息预期已被充分消化；日元汇率不升反贬，突破 157 关口，反映市场对后续路径的一定担忧；10 年期日债收益率升至 2.02%，创 26 年来新高，凸显市场对日本财政可持续性的关注。中长期来看，本次加息对全球流动性冲击有限，主要原因在于套息交易规模已较此前收缩。然而，随着美日利差逐步收窄，全球资本配置逻辑可能渐趋转变。未来可密切关注日本通胀走势、财政压力与汇率干预可能性。

一、日本四次加息的背景与资本市场反应

日本央行于 2025 年 12 月 19 日宣布将政策利率上调 25 个基点至 0.75%，为近三十年以来最高水平，本次加息旨在应对今年高于 2%目标的通胀压力及日元贬值带来的输入性通胀风险。此次加息并非意外之举：自 2023 年 4 月植田和男就任行长以来，日本央行已第四次收紧政策。

第一次加息发生在 2024 年 3 月，这是一次具有里程碑意义的政策转折。日本央行将政策利率从-0.1%的历史低位上调至 0%至 0.1%的区间。与此同步，日本央行宣布取消已实施多年的收益率曲线控制（YCC）框架，并停止了交易所交易基金（ETF）的购买计划。这一系列举措标志着自 2016 年起延续八年的负利率时代正式结束，超宽松货币政策实现了根本性转向。此次加息虽在幅度上更具象征意义，但其核心目标在于彻底告别非常规政策，为利率恢复正常的市场调节功能奠定基础。

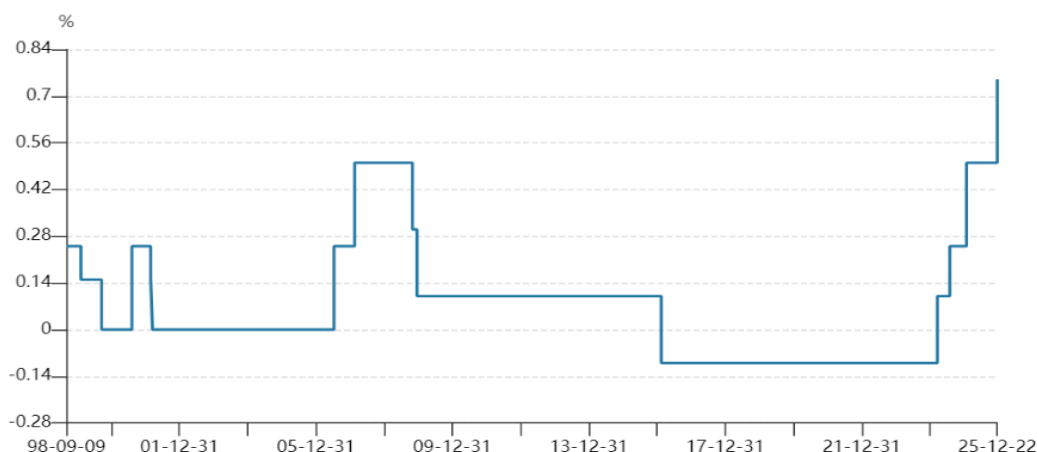
第二次加息于 2024 年 7 月落地，日本央行将政策利率从 0%-0.1%上调至约 0.25%。此次决策的直接背景是日元对美元汇率此前一度跌破 160 关口，输入性通胀压力显著加剧，促使央行对物价持续上涨的趋势作出管理。此次加息是日本央行 17 年来首次实施“背靠背”连续加息，明确传递出货币政策正常化将持续推进的政策路径，也释放出遏制日元过度贬值、稳定中长期通胀预期的信号。

第三次加息于 2025 年 1 月实施，日本央行将政策利率从约 0.25%进一步上调至约 0.5%。此次加息的关键依据来自于日本国内春季工资谈判初步结果显示



出的强劲工资增长，这标志着工资-物价良性循环的巩固，为货币政策的持续紧缩提供了一定支撑。随着利率升至 0.5%，日本正式进入了明确的正利率区间。这不仅表明央行所关注的“通胀可持续性”条件已基本得到满足，也意味着其政策重心正从退出超宽松状态转向防止通胀过热，迈出了利率正常化进程中更为实质性的一步。

图 1：1998 年-2025 年日本政策利率走势（%）



数据来源：WIND，大公国际整理

本次 2025 年 12 月的加息，日本央行将政策利率从约 0.5% 上调至 0.75%。本次与 2024 年 7 月的意外紧缩不同，加息前央行已提前一周向市场释放信号，因此金融市场反应相对平静，甚至出现反向波动。19 日当天，日经 225 指数收涨 1.03%，股市表现稳定的原因主要有两方面：一是套利空间依然存在。加息后日元融资成本为 0.75%，与美元利率之间仍保持超过 400 个基点的利差，套息交易平仓压力有限；二是基本面预期向好。日本央行在决议中上调了对经济的评估，经济处于温和复苏状态，并将潜在通胀的表述从“暂时停滞”调整为“继续上升”，这增强了市场对企业盈利的预期，推动金融、地产等板块领涨。

然而日元汇率有所走弱，美元兑日元突破 157 关口，逼近近三年低点。日元的走势反映出市场对后续加息路径缺乏信心。植田和男在会后的表态中未给出明确的时间表，仅表示“将根据经济数据逐步调整政策”，被市场解读为鹰派信号不足。此外，日本政府于 11 月末推出规模达 21.3 万亿日元的财政刺激计划，引发市场对债务可持续性的担忧，推升了日元的风险溢价，投资者选择以抛售日元来对冲财政扩张带来的不确定性。



图 2：1999 年-2025 年美元兑日元汇率走势



数据来源：WIND，大公国际整理

同时，日本 10 年期国债收益率升至 2.07%，创下 26 年来新高，日本国债收益率大幅攀升反映了市场供需关系的再平衡。长期以来，日本央行通过收益率曲线控制（YCC）将 10 年期国债利率锚定在接近零的水平，并持有约一半的未偿国债。随着 YCC 政策退出、加息落地，日本国内银行、保险等机构要求更高的票息作为风险补偿，而央行停止增量购债导致边际买家缺失。尽管收益率已升至 2% 以上，但仍未吸引足够的承接资金，收益率曲线的陡峭化趋势暗示未来日本国债发行利率可能进一步上升。

图 3：1999 年-2025 年日本 10 年期国债收益率走势（%）



数据来源：WIND，大公国际整理



二、日本央行加息的核心因素分析以及面临的政府债务压力

在全球主要央行普遍步入降息或观望周期之际，日本此次逆向加息引发国际市场高度关注。此次政策调整并非由单一因素驱动，而是多重经济压力与战略共同作用的结果，其核心因素可归纳为以下方面：

第一，持续高企的通货膨胀是首要因素。日本核心消费者价格指数（CPI）今年始终高于央行设定的 2% 目标，2025 年 11 月同比涨幅达 3%，反映出通胀已形成较强的趋势。与过往能源价格波动导致的短期通胀不同，本轮价格上涨已蔓延至食品、日用品等民生领域，大米等必需品价格持续上行，形成了生活成本压力。尽管名义工资有所上涨，但实际工资自 2022 年春季以来多数时段处于下降状态，居民实际购买力受到侵蚀。在此背景下，日本央行面临日益增强的政策压力。通胀长期高于目标水平，已不再属于“温和通胀”，而是逐渐演变为影响经济稳定与社会信心的结构性问题。若继续维持超低利率，央行抗击通胀的公信力将受到削弱。因此，加息成为其重塑价格稳定预期、恢复政策信誉的必要举措。

图 4：2023 年-2025 年日本核心通胀率走势（%）



数据来源：WIND，大公国际整理

第二，日元持续贬值是重要的外部因素。2025 年下半年，日元兑美元汇率持续疲软，11 月一度逼近 1 美元兑 160 日元，创下十个月以来新低。自 2022 年以来，日元对美元已累计贬值超过 20%。日元的持续疲软由多重因素驱动：首先是日本与美国之间显著的利差，即使在本次加息后，美日利差仍超过 400 个基点；其次是日本持续存在的贸易逆差，2025 年 1-10 月累计贸易逆差达 1.5 万亿日元；第三是日本央行与其他主要央行货币政策周期的错位；第四是结构性因素，包括日本人口老龄化、经济活力不足等长期问题。日元贬值虽然有利于提升出口



企业的海外竞争力，但也显著推高了能源、原材料等进口商品成本，进一步加剧输入性通胀压力。通过实施加息，央行意在释放明确的政策紧缩信号，稳定市场对汇率的预期，缓解输入性通胀对居民生活与企业经营造成的双重压力。

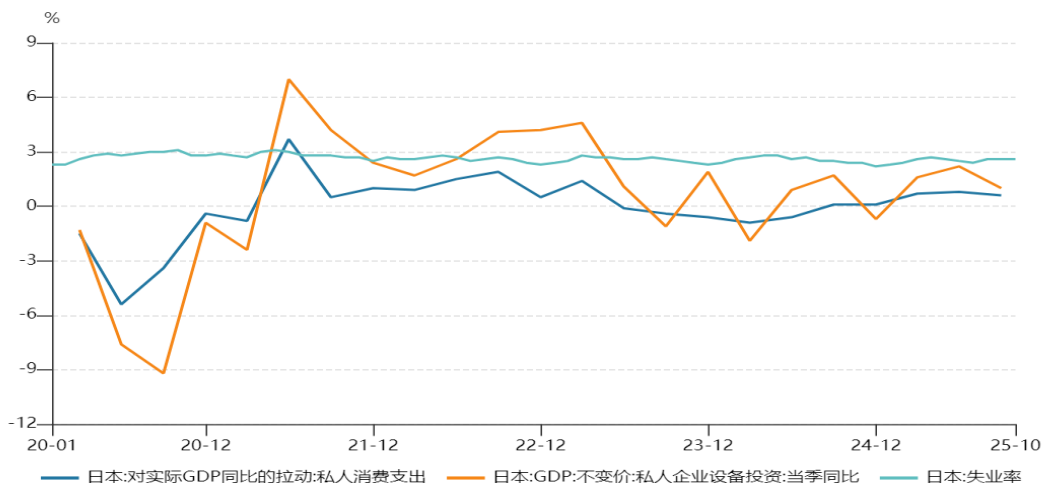
图 5：2020 年-2025 年日本贸易差额（单位：百万美元）



数据来源：WIND，大公国际整理

第三，日本经济温和复苏是必要基础。日本经济的复苏为货币政策正常化提供了重要基础。从需求侧看，个人消费占日本 GDP 的一半以上，2025 年前三季度实际个人消费环比分别增长 0.7%、0.8%和 0.6%，呈现温和增长态势。企业设备投资也出现积极信号，连续三个季度同比增长。从供给侧看，工业生产指数稳步回升，制造业产能利用率达到三年来最高水平。日本失业率近期保持稳定，2025 年 10 月为 2.6%，2024 年平均值为 2.5%，就业市场持续改善为家庭收入预期和消费信心提供了有力支撑。

图 6：2000-2025 年日本消费、投资和失业率（%）





数据来源：WIND，大公国际整理

但是，多次加息使得日本政府债务面临严峻挑战。自 1990 年代初泡沫经济破裂以来，日本长期实施超宽松的货币政策，利率维持在接近零甚至负值的水平，尽管这一政策在刺激经济、稳定金融市场方面发挥了关键作用，但也带来一些副作用，包括金融资源错配、市场机制弱化，以及政府债务依赖加深等问题。日本政府债务规模约为其 GDP 的 250%，为全球最高。长期零利率环境使得其利息支出得以控制在财政预算的 10% 左右。一旦进入加息周期，政策利率每上升 1%，年度利息支出将增加数万亿日元。日本央行加息的初衷，是通过遏制通胀、稳定日元来增强货币信誉。但如果市场认定加息将把财政推向不可持续的境地，反而会要求更高的风险溢价，从而推高长期利率。日本此举实则是以短期阵痛，试图换取国债市场长期定价机制的正常化，但其高债务结构下的转型路径依然充满挑战。

图 7：日本国家政府债务总额（单位：亿日元）



数据来源：WIND，大公国际整理

三、对全球流动性与套息交易的影响分析

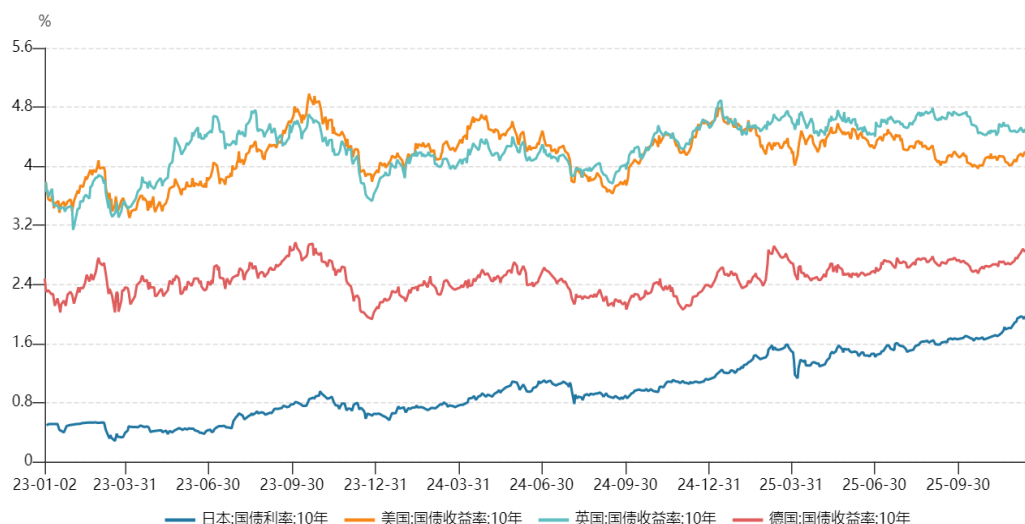
由于日元长期扮演着全球融资成本洼地的角色，日本加息不仅意味着日本超宽松时代的正式终结，加息将直接提高日元融资成本，压缩套息利润空间，引发全球流动性在边际上的结构性收缩。

日元套息交易，是指国际投资者借入低息日元，兑换为美元等高息货币后投资海外高收益资产，以赚取利差。据国际清算银行统计，截至 2025 年三季度，跨境日元负债约达 4.8 万亿美元，构成全球重要的影子流动性来源之一。利率上



升将促使日本国内金融机构调整资产负债结构，减少外币风险，特别是亚洲新兴市场，长期依赖日元低息资金支撑其债券市场与汇率稳定，此次调整将加剧该地区的外部融资压力。

图 8：日元与主要套息国家（美国、英国、德国）的利率走势（%）



数据来源：WIND，大公国际整理

日本是美国国债最大的海外持有国之一，持有规模约 1.2 亿美元。日本投资者通过“借日元、买美债”获取利差收益，成为美债市场重要的边际需求力量。随着日元利率上升、美日利差收窄，这一投资策略的吸引力逐渐减弱。虽然短期内日本投资者因资本利得考量不会大规模撤离，但中长期来看，美债的增量需求将面临结构性下降。值得关注的是，2024 年 7 月日本加息曾引发美债收益率短暂上行，但随后在衰退预期下重回下行通道。本次加息由于预期充分、节奏温和，对美债的直接影响有限，但已释放出清晰的信号，全球低利率环境的重要支柱正在动摇，美元资产的相对优势面临重估。

四、未来展望与风险提示

展望 2026 年，日本货币政策正常化进程将继续演进，预计将以每半年 25 个基点的节奏渐进推进。这一过程对全球流动性的影响将产生重要的影响：

首先，全球美元流动性总量不会发生系统性收缩，但结构性分布将更加不均衡。机构投资者将更青睐流动性好、信用等级高的核心资产，新兴市场债券的溢价要求可能进一步提升。

其次，套息交易不会完全消失，但将从宏观套息既押注利差转向微观套息（精



选个券), 交易策略更加复杂, 风险对冲要求更高。

最后, 各国央行间的政策协调变得更为重要。特别是在市场出现极端波动时, 主要经济体通过货币互换提供流动性支持, 将是维护全球金融稳定的关键防线。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为大公国际, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。